

ホリスティック企業レポート (7148 FPG 東証一部)

フル・レポート
2012年11月20日 発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター
審査委員会審査済20121115

要旨

アナリスト: 松尾 十作
+81(0)3-6858-3216
matsuo@stock-r.org

1. 会社の概要

タックス・リース・アレンジメントの専門家である。航空機、船舶、海上輸送用コンテナを対象とした日本型オペレーティング・リースの組成・権利(匿名組合出資金)の販売・管理を行う、フロー型のフィー・ビジネスモデルの企業である。同分野の参入障壁は極めて高く、同社は高度な案件組成ノウハウと多くの組成・販売実績を持つ。2012年10月より、東証一部に指定替え。

【主要指標】

	2012/11/9
株価(円)	1,004
発行済株式数(株)	8,501,800
時価総額(百万円)	8,536

2. 財務面の分析

2009年9月期以降、3期連続の増収増益。前2012年9月期は、売上・利益とも過去最高。今13年9月期も会社側は、前期比20%増収、13%営業増益を見込む。

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	9.4	9.4	8.1
PBR(倍)	3.0	2.7	2.2
配当利回り(%)	3.7	3.2	3.5

当センターでは、東証一部への上場を背景とする信用力の向上と、法人税の繰り延べニーズの高まりなどが本格的に業績に寄与し、今・来期とも増収増益と最高益の更新を予想している。

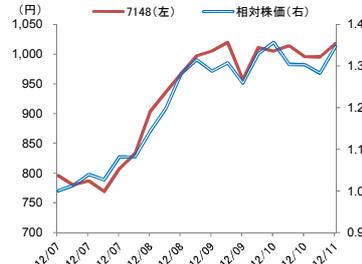
【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	2.8	3.8	69.0
対TOPIX(%)	4.4	4.0	68.5

3. 非財務面の分析

同社は、金融商品の組成・販売を行うが、ノウハウ・人的資源とネットワークに依存したビジネスモデルである。このため、ノウハウの蓄積・共有、人材育成・増強及びネットワークの強化に注力している。

【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2012/5/21

4. 経営戦略の分析

経営基盤の強化及び成長戦略を促進するために、信用力・知名度の向上を図り、資金調達力の向上・組成案件の拡大・販売力の強化を着実に進めている。

5. アナリストの評価

同社は、タックス・リース・アレンジメントというニッチ市場の主要プレーヤーであり、急成長過程にある。高度な案件組成ノウハウ・実績と強固な販売ネットワークにより、組成・販売・管理まで一貫したサービスを提供していることが強みとなっている。

【7148 FPG 業種:証券・商品先物業】

決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2010/9	1,621	89.3	821	166.8	773	219.0	444	344.8	416.9	1,261.4	125.0
2011/9	1,992	22.8	1,035	26.0	967	25.1	557	25.4	226.4	792.9	70.0
2012/9	2,802	40.7	1,438	38.9	1,392	43.9	793	42.3	107.0	340.1	37.0
2013/9 CE	3,364	20.0	1,621	12.7	1,469	5.5	853	7.6	100.9	NA	32.0
2013/9 E	3,600	28.5	1,750	21.7	1,600	14.9	910	14.8	107.0	375.1	32.0
2014/9 E	4,500	25.0	2,100	20.0	2,070	29.4	1,060	16.5	124.7	464.8	35.0
2015/9 E	5,300	17.8	2,450	16.7	2,400	15.9	1,235	16.5	145.3	570.0	40.0

(注) CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想 株式分割 2011/4に1:2 2011/11に1:3

目次

1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 市場構造とポジション
- － 沿革と経営理念

2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 同業他社との比較
- － 今後の業績見通し

3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

4. 経営戦略

- － 当面の課題と戦略
- － 今後の戦略

5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 利益還元策
- － バリュエーション比較
- － 今後の株価見通し

補. 本レポートの特徴

1. 会社概要

> 事業内容

独立系のタックス・リース・アレンジメント専業会社。高度な案件組成能力を誇る

航空機、船舶、海上輸送用コンテナリース案件の組成・販売によるフィー・ビジネスモデル

◆ 独立系のタックス・リース・アレンジメント専業会社

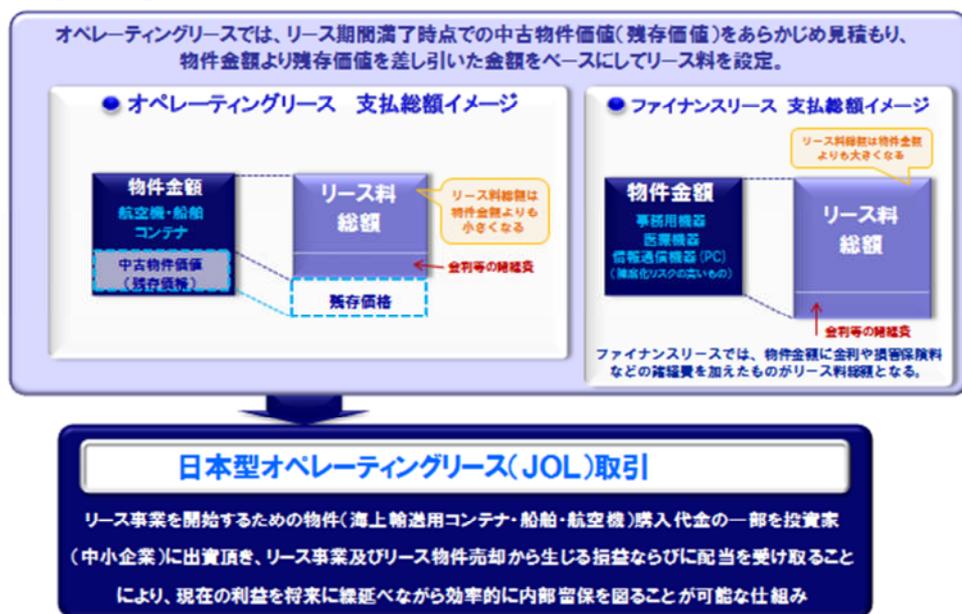
航空機、船舶、海上輸送用コンテナを対象とした日本型オペレーティング・リース^{注1}の組成・販売・管理を手がける独立系のタックス・リース・アレンジメント専業会社。高収益をあげる国内中小企業を対象にファイナンシャル・プロダクトを提供する「ワンストップ型ファイナンシャル・サービス業」を目指す。近年、個人富裕層向けの商品・サービスの提供も拡大。

注1：日本型オペレーティング・リース (JOL)

リースには、ファイナンス・リースとオペレーティング・リースの二種類ある。JOLは、日本の税制に基づき組成されるオペレーティング・リースの一種で、航空機、船舶、海上輸送用コンテナ等の大型輸送関連設備のリース事業に日本の投資家が出資により参加し、リース事業から生じる損益を受け取ることで、投資家は本業の利益とリース期間前半に発生する損金（主として減価償却費及び支払利息により発生）を相殺させることで、法人税などの税金の繰り延べ効果を楽しむ、またリース物件売却時のキャピタルゲインを得る資金運用手段である。同社の場合、以上のようなJOLの税効果を楽しむ意味もあり、タックス・リースと呼んでいる。

オペレーティング・リースでは、リース期間満期時での将来価値に基づいて設定された残存価額を物件価格から差し引いてリース料を設定するのが大きな特徴であり、一般的に将来価値が見込める物件がリース対象となる。ファイナンス・リースに比べてリース料を安くできることが特徴であり、借手の計画及び貸手のニーズに合わせて交渉によって、柔軟にリース条件が設定できる。

【図表 1】 オペレーティング・リースとファイナンス・リースの比較



出所)会社説明資料

旧住商リース（現三井住友ファイナンス&リース）出身の現社長が、2001年に創業。SPC（特別目的会社^{注2}）を活用し、海運会社や航空会社などに航空機、船舶、コンテナを賃貸する「オペレーティング・リース事業」を組成。組成に関わる匿名投資組合等への出資金を中小企業に販売し、各種手数料を得るのが基本的なビジネスモデルとなっている。同社自身はリース会社ではなく、同社の子会社となる各SPCがリース事業者となり、同社がこの関連業務をSPCより受託する。なお、FPGという社名の由来は、Financial Products Groupの頭文字を一文字ずつとったものである。

注2：特別目的会社

英語の（Special Purpose Company）の略。一般には、株式、債券の発行等の特別な目的のために作られた会社。同社では、オペレーティング・リース事業を行うに際して、当該事業の損益及び収支等を明確にするために、個別案件ごとにSPCを利用している。

同社の企業集団は、同社及び子会社136社、関連会社1社から構成されているが、子会社はすべてタックス・リース・アレンジメント事業を遂行するためのSPCであり、全て連結対象外である。同社従業員数は63名（2012年10月1日現在）と少ない。

◆ 専業であるため事業セグメントは単一

タックス・リース・アレンジメント事業が売上高の9割以上を占める。残りは「その他事業」である。日本では3月及び9月の決算期企業が多く、中小企業は自社の利益動向を考慮して商品を購入する傾向が強いことから、同社の売上には季節性が発生し、第2四半期（1-3月）と第4四半期（7-9月）に偏重する（2012年9月期では、両四半期とも年間売上の各約36%を占める）。

◆ 業務の多角化を推進

近年、「タックス・リース・アレンジメント事業」を主軸に、シナジー効果が狙える業務に多角化を推進している。「その他事業」として、保険仲立人事業^{注3}やM&Aアドバイザー事業^{注4}、プライベートバンキング事業^{注5}、金融商品仲介事業^{注6}なども手掛ける。今後はクロスセルの強化、不動産関連ビジネスの進出を行う方針である（2012年8月、宅地建物取引業者の免許を取得）。中小企業及び富裕層にワンストップ型ファイナンシャル・サービスを進めるのにあたり、品揃え強化の一環として多角化を進めている。

尚、同社は金融商品取引業者、銀行代理業者、保険仲立人登録、金融商品仲介業者として関東財務局に登録している。

注3：保険仲立人事業

保険仲立人は、欧米では保険募集の中心的な存在であり、保険会社に所属せず独立して顧客から指名を受け、その代理人として保険契約の媒介を行う。ベストアドバイス義務のもと総合リスクコンサルタントとして、保険契約者のために最良の保険設計と商品を提案。同社は、保険契約成立時に手数料を得る。

注4：M&Aアドバイザー事業

中小企業オーナーの事業承継問題の解決策としての企業譲渡、買収等にかかるM&Aのアドバイザーを行い、所定の成功手数料を得るビジネス。2010年10月より当事業を開始。

注5：プライベートバンキング事業

外資系銀行（スタンダードチャーター銀行）を所属銀行として、同行との取引を希望する顧客を対象に、口座開設の媒介業務を行い手数料を得るビジネス。また、外資系プライベートバンクとの提携により、富裕層に対してプライベートバンキング事業を展開。

注6：金融商品仲介事業

金融商品取引業者（SBI証券）の委託を受けて顧客と金融商品取引業者の間に立って、富裕層向けにプティック型の金融商品を紹介し、取引の勧誘や仲介を行い、手数料を得るビジネス。

> ビジネスモデル

◆ フロー型フィービジネス

現在のコアビジネスは、タックス・リース・アレンジメント事業。同社はリース会社ではないため、独自のリース資産は一切所有していない。国内法人投資家が法人税等の繰り延べを享受できるタックス・リースに関してその組成・販売・管理を行い、対価として各種の手数料を得る、フロー型のフィービジネスである。また、同社は労働集約的な業態ではなく固定費を大幅に増やさなくても、一案件当たりの組成金額を大型化することなどにより、収益を伸長させることができる、スケール・メリットが効きやすい業態であると言える。

◆ リース対象物件は大型化

航空機・船舶・海上輸送用コンテナなどを中心とした大型の輸送関連設備を対象として、日本型オペレーティングリース（JOL）を組成し、販売・管理まで一貫したサービスを提供している。同社では、創業以来培ってきた、優れたファイナンシャル技術と専門的な会計・税務知識を融合させた高度な組成能力を活かし、効率的な運用により資金の早期回収ニーズに合った商品等の提供を行っている。リース対象としては、コンテナは2004年8月、船舶は09年7月、航空機は11年4月に市場参入し、案件数及び案件組成総額が拡大してきている。特に、コンテナのオペレーティング・リース事業では、日本のリーディングカンパニーとして確固たる地位を築いている。

高度な組成能力により顧客ニーズに応えた商品を提供し、創業来すべての商品を完売

◆ 業務の流れ

現在案件受注からリース満了までの業務フロー及び業務内容は、図表2の通り。同社は、賃借人（空運・海運会社など）からリース事業を受注し、賃借人が求めるリース条件や、金融機関からの借り入れ条件、投資家への販売予定額などに基づき、案件を組成。リース契約開始前は、私募形式でSPC（特別目的会社）の匿名組合契約に基づく権利（出資金）の勧誘を行い、リース契約開始後は同社が取得した未販売分の地位譲渡（販売）を行っている。同社の子会社であるSPCがリース事業営業者となって当該リース事業を遂行し、同社が一連の業務を受託・代行する。

【図表2】 タックス・リースのアレンジメントの業務フロー及び業務内容

1. 案件受注（組成）	
入札、または個別交渉の結果、航空会社、海運会社等の賃借人から、リース事業を受注することで、当社の業務を開始。	
↓	同社売上区分
2. 案件組成（組成）	
賃借人が要求するリース条件、金融機関からの借入条件、投資家への販売予定額等の諸条件を総合的に勘案し、当社子会社（SPC）において、オペレーティング・リース事業を組成。	①アレンジメント・フィー
↓	
3. 私募の取扱い（販売）	
リース開始日以前は、投資家に対して当社子会社（SPC）の匿名組合契約に基づく権利の取得勧誘を行う。この勧誘行為は、金融商品取引法上、有価証券の私募の取扱いに該当する。	②販売手数料
↓	
4. リース開始（組成）	
リース契約に基づき、当社子会社（SPC）において、オペレーティング・リース事業が開始される。	
↓	
5. 地位譲渡（販売）	
リース開始日以後、当社子会社（SPC）に匿名組合契約に基づく権利の未販売分がある場合には、投資家に対して、当社が取得した当該権利の地位譲渡を行う。この譲渡行為は、金融商品取引法上の有価証券の売買に該当する。	③販売手数料
↓	
6. 案件管理（管理）	
オペレーティング・リース事業の運営に係る匿名組合契約に基づく報告、当社子会社（SPC）の会社運営上必要とされる記帳、税務申告等の一切の管理業務を行う。	④管理料
↓	
7. リース満了（組成）	
リース期間満了後、リース物件の売却、借入金の返済等を行い、残余財産を投資家に分配する。	

出所) 有価証券報告書及び会社説明資料より、当センターで加筆修正

尚、匿名組合契約に基づく権利は、金融商品取引法第2条第2項第5号の有価証券に該当するため、同社が行う販売行為は、金融商品取引法上の有価証券の私募の取扱い及び有価証券の売買に該当する。このため、同社は第二種金融商品取引業者の登録を行い、各種規制を遵守するための体制を整備・運用している。

<同社の売上区分内容、手数料の決定方法>

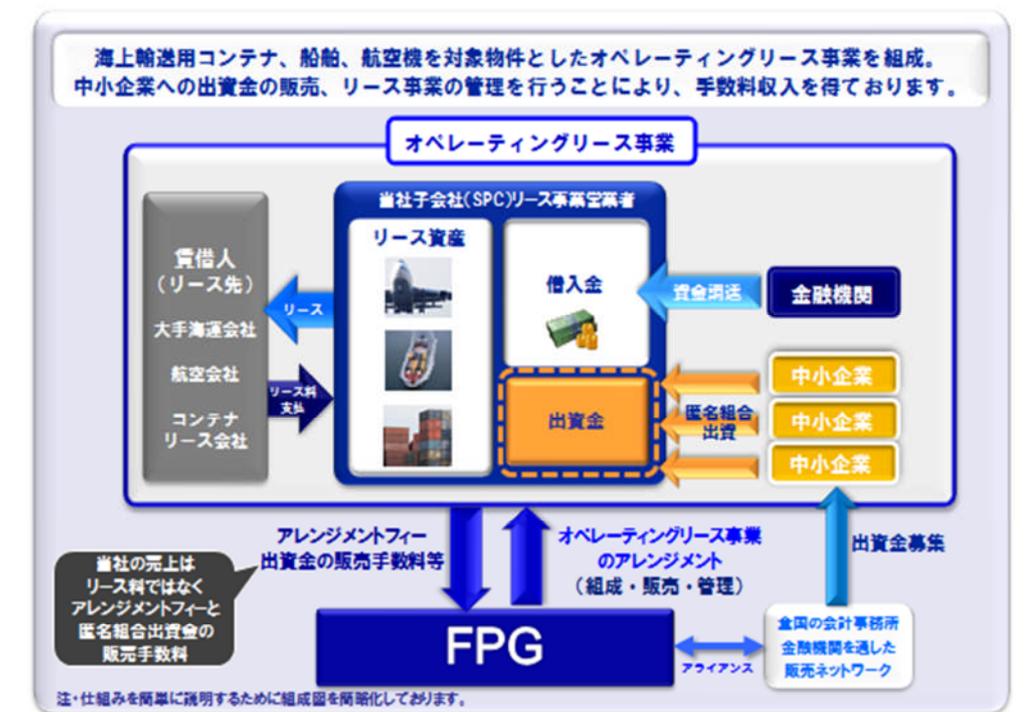
図表2に記載している各種手数料(図表の①から④)は、同事業の案件組成から販売に際して、貸借人、金融機関等と交渉して決定した手数料やその他の市場実勢を参考にして決定している。

①アレンジメント・フィー：案件組成に対する手数料、②③販売手数料：投資家に対して匿名組合契約に基づく権利を販売することで得られる手数料、④管理料：管理業務を行うことによる手数料、管理期間に対応した額を売上計上。

◆ オペレーティング・リース事業のストラクチャー概要

同社のオペレーティング・リース事業とは、航空機、船舶、海上輸送用コンテナ等を対象としたリース事業を組成し、投資家がこれに出資しリース期間中の事業損益の取り込みを行うことで、税の繰り延べ効果を楽しむとともに、リース期間満了時にリース物件を売却して、キャピタルゲインを追求する一連の取引を指す。

【図表3】 オペレーティング・リース事業概要



出所)会社説明資料

図表 3 で図示した手順は

- ① 投資家は、案件ごとに設立されるリース事業営業者（以下営業者という）と匿名組合契約^{注7}を締結し、船舶等大型輸送関連設備のリース物件価格の約 30%を出資。
- ② 営業者は、リース物件価格の約 70%を営業者（組合員含む）に遡及しないノンリコースローン契約^{注8}で金融機関から借入。
- ③ 営業者は、投資家からの出資金と金融機関からの借入金をあわせ、メーカーからリース物件を購入。
- ④ 営業者は、直ちに、リース物件を賃借人（空運・海運会社等）にリースし、リース事業を開始。
- ⑤ 賃借人は、リース契約に基づいて定期的にリース料を営業者に支払う。
- ⑥ 営業者は、リース料収入により借入金の元本と利息を金融機関に返済。
- ⑦ 営業者は、定期的に匿名組合事業の決算を行い、事業の損益を出資割合に応じて投資家に分配。
- ⑧ リース期間終了後、営業者はリース物件を市場で売却し、売却代金からノンリコースローンの返済後の残余額を出資割合に応じて投資家に分配。

注 7：匿名組合契約

商法第 535 条乃至第 542 条に規定されており、匿名組合員が営業者の行う事業のために出資し、その営業により生ずる損益を分配することを約する契約。そのため、匿名組合事業から発生する損益は、全て匿名組合員に持分割合により帰属する。

注 8：ノンリコースローン契約

返済原資を借入人(営業者)が保有する特定の資産から生ずる将来のキャッシュ・フロー（リース料や資産の売却代金含む）に限定し、借入人の他の資産に遡及させないローン契約をいう。

<賃借人のメリット>

(1) 調達コストの低減、(2) 費用の平準化、(3) 資金調達能力の向上^{注9}、(4) オフバランスなどを目的としてオペレーティング・リースを活用する。

注 9：資金調達能力の向上

オペレーティング・リース事業の場合、物件の調達資金のうち約 30%を、投資家が拠出するため、賃借人が自ら物件を購入する場合と比較し、金融機関からの資金調達額を少なくすることが可能となる。利息負担や金融機関の与信枠の使用を少なくすることができる。

<顧客(投資家)のメリット>

タックス・リースは、以下の目的で、幅広く国内の中小企業に活用されている。

- ① 利益圧縮効果(投資額に比べ、より大きな資産を所有することから減価償却による利益圧縮効果を得られる)
- ② 内部留保(課税所得の繰り延べ効果により、内部留保を高めることができる)
- ③ 安定した経営計画(課税所得の繰り延べ効果により、安定した利益計画とタックス・マネージメントを構築できる)

同事業では、営業者の損益は、減価償却の方法として定率法を選択することによりリース期間前半は、減価償却費等の費用がリース料収益よりも先行して発生するため赤字となる。一方、リース期間後半には減価償却費等が減少するため黒字となることから、税の繰り延べ効果が発生する。投資家は、匿名組合契約に基づき出資割合に応じた事業損益の分配を受けることで、この税の繰り延べ効果を享受できる。

<リース対象物件は、航空機、船舶、コンテナ>

(1) 航空機リースについて

航空機は、技術的に極めて付加価値の高いオペレーティング・リースの代表物件である。新機種の開発には多額の資金、時間、ノウハウの蓄積が必要であり、投下資本を回収するためには同一機種の製造を長期に亘り行う必要があり、陳腐化の速度が極めて緩やかと言われている。航空機の市場価格は、全世界の景気動向に伴う需給変動により上下するが、メーカーはボーイング社とエアバス社の寡占状況にあるため、両社の生産調整により市場価格の調整維持が行われ易いとされている。航空機は各国の政府(航空局)が認可する方法で整備・維持が法律で義務づけられ、保険制度も確立しており、資産価値の維持が保全されている。リース期間は7~12年程度。

(2) コンテナリースについて

海上輸送用コンテナ(鉄またはアルミニウム製の箱で荷物を輸送する際に使用)をリース対象物件として取り扱う。海上輸送用コンテナは、ローテクかつ世界的基準規格化(ISO : the International Standards Organization)され、技術的に陳腐化リスクが低い。長期的には、世界景気の回復と全世界的な貿易の拡大に伴う旺盛な貨物需要が期待でき、海上輸送用コンテナの需要も増加が予想されている。リース期間は3~7年程度。

信用力の向上が、資金調達力を押し上げ、業績拡大のドライバーに

(3) 船舶リースについて

船舶は、貨物船、タンカー、コンテナ船、自動車運搬船など積載物の種類により様々なタイプ、サイズにより製造されている。航空機とは異なり、多くのメーカーが存在し、オーナーの仕様により製造することが可能であるため、船舶固有の将来価値がある。タイプ・サイズ等により将来価値が大きく異なる。リース期間は7~10年程度。

◆ リースの組成に必要な資金調達枠の総額は順調に増加

同社の組成及び、出資金の原資となるコミットメントライン契約及び当座貸越契約に基づく資金調達枠の合計は、2010年9月末15億円⇒11年9月末30億円⇒12年9月末98.5億円⇒12年10月末118.5億円と大幅に増加しており、ビジネスの展開力が増大している。

◆ 販売ネットワークを拡充

投資家は税の繰り延べ効果を楽しむことができるメリットがあり、同社は効果的な販売ルート拡大のため、紹介制度を導入し、現在は1,100を超える全国の税理士・会計事務所等と、38の金融機関(地方銀行、証券会社など)と提携し、強固な全国ネットワークを構築している。高収益企業や個人富裕層に対する営業力を効率的に増強している。会計事務所・税理士法人及び提携金融機関の紹介による販売ウェイトは、それぞれ約60%、30%。提携金融機関を通じた紹介が倍増している。一方、同社の直販ウェイトは、全体の10%程度である。提携先数は今後も順調に伸びると同社は予想している。

> 市場構造とポジション

◆ 市場は寡占状態、專業は同社含めて2社

矢野経済研究所発行の「日本型オペレーティング・リース市場の動向調査結果 2011」によると、日本のオペレーティング・リース市場は、2011年度(2011年4月から2012年3月)予測で128件、推定1,661億円(出資金総額ベース)。2009年度を底に金額及び組成件数とも若干増加傾向にある。同対象となるリース物件は、コンテナ約2%、船舶30%、航空機68%と航空機のウェイトが高い。

国内のリース会社、約270社のうち日本型オペレーティング・リース市場に参入している企業は約10社(三井住友ファイナンス&リース、三菱UFJリース、芙蓉総合リース、昭和リース、JA三井リースなど)。このうち專業者は同社及び野村バブcockアンドブラウン株式会社(非上場、本社:東京都中央区日本橋、資本金10億円、野村ホールディングス株式会社の子会社)の2社である。同社は、野村バブcockアンドブラウン(業界首位、推定シェア20~30%)に次ぎ、業界2位(同社推定、シェア12%)と推察される。

◆ 極めて高い参入障壁

タックス・リース・アレンジメント事業において、過去 25 年間殆ど新規参入はなく、参入障壁は極めて高い。当該業務には、高度なノウハウに基づいた案件の組成能力、出資金を完売するための販売力と高い信用力が不可欠であるため。総合リース会社にとって当該事業は一部門であり、あまり注力されていない。また、専門の同社とは販売力に大きな差があると思われる。

◆ 他社との商品の差別化、柔軟な対応力

投資家フレンドリーな商品を提供し、他社との大きな差別化に努めている。

- 1) 同社はコンテナ、船舶、航空機、すべての領域をカバーしている。特にコンテナでは同社独自のノウハウを構築、業界 No. 1 のシェア。
- 2) 顧客ニーズに応じて短期間の投資商品を提供。同業他社は長めの案件が多く (9~12 年程度)、投資資金がリスクにさらされる期間が長い。一方、同社は顧客ニーズに応じて短期の案件を組成し、5~9 年程度の案件が中心である。効率的運用による資金の早期回収ニーズに対応している。
- 3) 小口の投資金額にも対応。一般的には 3,000~5,000 万円の出資金に対し、同社は引受最低出資金を原則 1,000 万円に設定している。
- 4) きめ細かな決算月対応。日本では依然 3、9 月決算月の企業が多いが、顧客企業が希望する決算月に対応すべく殆どの顧客の決算月に対応する案件を用意している。

➤ 沿革と経営理念

◆ タックス・リース・アレンジメント事業に注力し着実に発展

現・代表取締役社長である谷村尚永氏が、2001 年 11 月、有限会社ファイナンシャル・プロダクト・グループとして設立。同氏は、旧住商リース株式会社 (現 三井住友ファイナンス&リース株式会社) に勤務後、ING Lease Japan N. V. 東京支店 (ING Bank の 100% 出資子会社) 在日代表に就任。退社を機に独立した。

設立当初は、主にリース事業に係る匿名組合契約に関し、顧客紹介等アドバイザーサービスを行っていた。02 年、(有)FPG に商号変更。04 年、株式会社に改組。同年海上輸送用コンテナを対象にリース事業に係る匿名組合契約上の権利の売買および私募の取り扱いを開始。09 年には船舶、11 年には航空機を対象としたオペレーティング・リース事業に次々に参入し、事業を拡大。同年、金融商品仲介業や銀行

代理業にも参入。10年、JASDAQ 上場、11年東証二部上場。12年10月22日に東証一部に指定替え。

大宮、大阪、名古屋、福岡など自社支店網を拡大。12年2月には欧州においてリース事業の組成をサポートする合弁会社(同社は25%出資)を設立している。

◆ 経営理念

顧客に役に立つ、金融分野での「真のプロフェッショナル」と「ワンストップ型ファイナンシャル・サービス業」を目指している。会社設立以来、金融分野での真のプロフェッショナルとして、専門的かつ精緻な判断が必要となる金融商品への投資に際して、投資家の立場からリスク分析等を行い、投資家に対して、最適な商品を提供することを企業理念としてきた。このために、以下の3要素を具備することが重要であると考えている。

- ・ 高度な専門技術を有していなければならない。
- ・ 専門技術を活用するには、厳格な倫理観を有していなければならない。
- ・ 全ての技術は、顧客の利益のために捧げなければならない。

2. 財務面の分析

> 過去の業績推移

3 期連続増収増益、最高益の連続更新。加速的に収益は増勢。

◆ 2012 年 9 月期も最高売上及び利益を計上

2009 年 9 月期以来順調に業績を拡大し、3 期連続で増収増益、最高益を連続更新するなど業績は好調である。

【図表 4】 業績推移



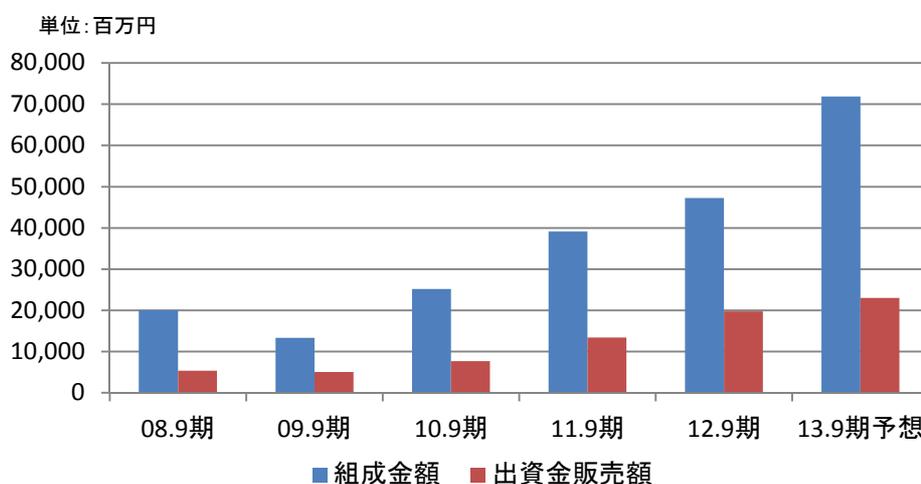
出所)決算説明会資料より当センター作成

同社の事業は単一セグメントのため、売上高のみを2区分にて開示している(事業セグメント別ではなく、提供するサービスで区別した事業別に記載、セグメント利益の開示はない)。「タックス・リース・アレンジメント事業」が、売上・収益のほとんどを占める。同事業の売上高は2,665百万円(前期比38.4%増)と業績伸長のドライバーとなった。もう一方の「その他事業」の売上高は137百万円(前期比107.2%増)となった。このうち保険仲立人業の売上高は106百万円(前期比67.3%増)、M&Aアドバイザー業の売上高は2件、23百万円(前期は2百万円)であった。

信用力の向上を背景に、コミットメントラインによる資金調達枠を(前々年度末30億円⇒前期末98.5億円)拡大し、加えて、欧州の一流航空会社を含めた海外借入人を新規開拓するなどにより、オペレーティング・リース事業の組成金額は47,289百万円(前期比20.8%増)と過去最高となった。組成案件数は、前々年度と同じ21案件であったが、航空機案件数が増加(3件⇒11件)し、大型化したことがその要因である。これに応じ、出資金販売額も19,785百万円(前期比47.6%増)と過去最高となり、手数料の増加が大幅増収に直結した。

また、出資金（匿名組合の権利）の販売面では、日本経済環境は依然と厳しいものの、業績が好調で課税の繰り延べニーズがある中小企業（各業種の勝ち組企業、東北の復興需要を享受している企業など）は数多く存在している。将来の法人税率の引き下げを背景に、オペレーティング・リース事業の金融商品に対する投資家の需要は強いようだ。販売チャネルの拡大及び金融機関からの紹介が加速化したことが販売の好調に寄与した。

【図表 5】 組成金額と出資金販売額の推移



出所)会社決算資料より当センター作成、予想は会社予想

コスト面では、売上高の増加に伴い、組成コスト、顧客紹介者への支払手数料などの売上原価が増え、原価は405百万円(前期比56.6%増)となった。また、販売費及び一般管理費も将来の業績拡大のための人員増強に伴う人件費の増加、東京証券取引所への新規上場関連費用の負担等、先行投資的な費用負担等から、959百万円(前期比37.4%増)と大幅に増加した。上記のとおり、先行投資的な費用負担があったものの増収効果でコスト増を吸収し、営業利益以下の大幅な増益に繋がった。

> 同業他社比較

上場する同業他社はないが、同社の収益性・安全性は問題ない水準。

◆ 同業他社はない

同社はリース会社ではなく、また類似する上場企業は存在しない。競合する專業最大手の野村バブコックアンドブラウンは非上場であるため、有用な比較データはない。参入障壁の高いニッチマーケットにおけるフィービジネスであり、市場は寡占状態であることから収益性は高い。また、投資家に販売する出資金部分を一時的に同社が保有するため、財務上の各種数値は実態以上に変動するが、総じて安全性・健全性を示す指標も高く、特に問題がない水準と思われる。

【図表 6】 主要指標一覧

項目	銘柄	同社	
	証券コード	7148東証一部	
	決算期	12年9月期	
規模	売上高	億円	28
	経常利益	億円	14
	総資産	億円	59
収益性	自己資本利益率	%	35.2
	総資産経常利益率	%	22.3
	売上高経常利益率	%	49.7
成長性	売上高(3年平均成長率)	%	48.4
	経常利益(同上)	%	79.0
	純資産(同上)	%	63.2
安全性	自己資本比率	%	43.1
	流動比率	%	177.4
	インタレスト・カバレッジ・レシオ	倍	20.2

(出所) 短信より当センター作成

> 今後の業績見通し

主力のタックス・リース・アレンジメント事業が好調で、大幅増収増益見込み。

◆ 今期も増収増益、最高益更新を会社は見込む

2013年9月期の会社予想は、売上高3,364百万円(前期比20.0%増)、営業利益1,621百万円(同12.7%増)、経常利益1,469百万円(同5.5%増)、当期純利益853百万円(同7.6%増)。世界経済の低迷は継続するものの、東京証券取引所市場第一部への上場による信用力の向上効果等により、リース事業の組成・出資金販売・資金調達等の拡大が可能であると同社は見込んでいる。

特にタックス・リース事業の組成面では、組成のサポートを行う欧州の合弁会社の本格稼働・組成能力の向上が期待されること、前期に組成を見込んでいたリース事業案件の一部がずれ込んだこと、資金調達力の向上等から、同事業の組成金額は71,860百万円(同52.0%増)

を見込んでいる。

また、出資金の販売面では、今後2段階での法人税率引き下げが予定されていること^{注10}を背景に、投資家の課税所得の繰り延べ需要は引き続き好調に推移する見通しであり、出資金販売額は、23,000百万円(同16.2%増)を見込んでいる。特に東北地方に散見される復興特需を取込んだ土木建築関連企業を中心に投資ニーズが高い。保険仲立人業等のその他の事業についても、各種施策の効果が現れつつあることから、増収を見込んでいる。

一方、費用面では、業容の拡大に対応し社内体制の充実を図るため、従業員数を11年9月末33名、12年9月末55名、同年10月初63名へと増大し、積極的な人材採用等によるコスト増を見込んでいる。売上原価と販売費及び一般管理費の合計額は1,742百万円(同27.7%増)と同社は予想しているが、増収により十分に吸収されるとしている。

注10：法人税率の引き下げについて

「経済社会の構造の変化に対応した税制の構築を図るための所得税法等の一部を改正する法律」(2011年法律第114号)が、11年12月2日に公布・施行され法人税率が改正された。

◆ 当センター予想は増額修正

東証一部への昇格が従来と比較し格段にプラスに働き、信用力の向上により組成能力が向上していること、組成案件も豊富にあること、販売チャネルの開拓が進み販売も好調に推移していることから、13年9月期も業況は好調に推移すると当センターは予想している。尚、今期、組成する案件の一部は来期以降の販売用案件でありバッファがあること、会社前提は、売上・コストの前提が慎重であると思われることなどから、会社予想の売上及び利益については上方修正の余地があると判断している。

◆ 来期以降も増収増益トレンドを見込む

来期以降は、東証一部上場による信用力の向上を背景に資金調達力・案件組成能力・販売力の拡大が期待され、加えて18年まで法人税率が二段階で引き下げられる(前述の注10)ことにより課税所得の繰り延べニーズが強く、商品販売が好調に推移すると思われる、中期的に増収増益、最高益更新、増配トレンドを予想している。

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

◆ 営業力がキー

同社のビジネスモデルは、金融関連商品の組成・販売という特性上、新規案件組成と販売ネットワークの開拓が鍵となり、案件組成とコンサルティングセールス的な営業力が必要不可欠である。

【図表 7】 知的資本の分析

項目		分析結果	KPI	
			項目	数値
関係資本	顧客	・東証一部上場企業であり、知名度や規模の経済を享受している。 ・収益力の高い中小企業や個人富裕層向けの営業を会計事務所や金融機関と提携し全国展開。顧客を効率的に囲い込んでいる。	・拠点数 ・年間販売件数	・1 本社 4 支店 ・延販売投資家数 414 社。リピート率 4 割
	ブランド	・東証一部上場企業であり、ブランド力を高めつつある。 ・ブランド力を利用し、資金調達力・案件組成力・販売力（クロスセル戦略）を強化。	・業界シェア（推定）	・業界シェア推定 10%で 2 位（同社推定） ・コンテナリースアレンジメント国内首位
	事業パートナー	・海外法人（オランダの J V）を設立、組成能力を増強。 ・会計事務所・税理士法人、地方銀行、証券会社などによる顧客紹介システムを活用。	・提携社数	・提携会計事務所 1,100 超、提携金融機関数 38 行
組織資本	プロセス	・基本的な業務サイクルは以下の通り。 ①販売の季節性（3 月及び 9 月に集中）を考慮し、組成及び営業施策を行う。 ②リースの組成・販売・管理を行うが、出資金販売時に売上計上。リース期間に毎年管理手数料を計上するも僅少。今後は満期に伴うリピートオーダーが顕在化、安定的な成長ステージに移行へ。	・リースサイクル ・組成及び販売期間	・リースサイクル 3～9 年 ・リース組成 2～3 ヶ月 ・販売期間 6 ヶ月程度
	知的財産・ノウハウ	・ノウハウの蓄積を自社内で組織的に行っている。	・有資格者数	・非公表
人的資本	経営陣	・現社長は創業者。第二位株主で、社長及び同氏の資産管理会社などで合計約 6 割を保有者。	・任期年数 ・株式保有比率	・社長任期年数 約 11 年 ・株式保有比率 約 12%
	企業文化・従業員	・社員に入社時の研修や年二回の全体集会・研修を行う。 ・外資系銀行、証券出身者などの即戦力も中途採用、併せて異業種からの若手女性も営業職として積極採用。	・勤続年数 ・資格の種類	・平均勤続年数 1.7 年 ・証券外務員 II 種、簿記 3 級が必須。業務に応じ各種資格習得奨励

(出所)当センター作成

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

特に環境宣言等を行っていない。同社独自(6月～11月)及び入居している本社ビル全体でクールビズや節電対策を実施している。

◆ 社会的責任 (Society)

近年、一般に金融商品は、一層複雑化しリスクが見えにくくなっている。独立性を保ちリスクを明確にし、適切に投資家にアドバイスすることが、同社の社会的な役割であると考えている。

◆ 企業統治 (Governance)

同社の経営陣は取締役4名(うち社外取締役0名)と、監査役3名(公認会計士1名を含め全員が社外監査役)で構成されている。社長・常務・取締役と、取締役4名のうち3名が旧住商リース株式会社(現 三井住友ファイナンス&リース株式会社)の出身者である。

今後は、同社の経営陣の独立性と透明性を一層高めるためにも、社外取締役の招聘や執行役員制の導入などが期待される。また、社長一族の資産管理会社、社長及び社長の妻の合計で発行済み株式数の約6割を保有。他の取締役及び監査役では常務取締役上田氏が24千株(分割考慮後72千株)保有している。東証一部の上場に伴い国内機関投資家、外人投資家、個人投資家など投資家層の拡大と株主構成の多様化が想定され、IRの一層の強化が望まれよう。

【図表 8】 大株主の状況

	(%)	注
1 HTホールディングス株式会社	49.93	
2 谷村 尚永	67.38	12.48
3 谷村 真紀	2.27	
バンク オブ ニューヨーク ジーシーエム		
4 クライアント アカウト ジェイピーアール デイ アイエスジー エフイーーエイシー	2.16	
5 大阪証券金融株式会社	1.81	
6 株式会社SBI証券	0.75	
7 楽天証券株式会社	0.66	
8 渡辺 薫	0.64	
9 木村 直広	0.49	
10 大重 知弘	0.48	
11 阿部 真	0.4	
12 松井証券株式会社	0.4	
合計	77.0	

注)2012/8/27に谷村尚永氏よりHT社に、株式譲渡
出所)有価証券報告書、会社資料から当センター作成(2011年9月末)

【図表 9】 所有者別状況

	(%)
個人その他	88.6
その他の法人	3.9
外国法人等	2.7
証券会社	2.5
金融機関等	2.3
出所)有価証券報告書 (2011年9月末)	

4. 経営戦略

> 当面の課題と戦略

◆ 成長戦略には、信用力の向上が不可欠

同社が扱う日本型オペレーティング・リース事業は、大手金融関連の事業者が中心となっている。独立系の同社は、信頼性を高めることと差別化した商品の提供が課題であると認識している。金融関連業界にあつては、同社の経営基盤の強化、及び成長戦略には信用力を高めることが最重要課題となる。このために、同社は、JASDAQ⇒東証一部⇒同一部に上場し、信用度及び知名度が着実に向上してきた。このような積年の努力が、資金調達力の向上、組成案件の拡大、販売力の向上につながっており、今後も業容拡大の重要な要素となる。

> 今後の戦略

◆ 定量的表現の乏しい中期経営計画

12年9月期を初年度とする3ヶ年の中期経営計画を発表している。経営目標数値は対外的に非公表であるが、早期に販売金額250億円の達成が目標。今後の経営戦略として下記の3項目を掲げている。

1) 成長戦略の促進

増収増益を維持するために、タックス・リース・アレンジメント事業の収益拡大と収益構造の多角化を進める。このためには、組成能力の強化(新規賃借人の開拓など)、販売基盤の拡充(金融機関などとの提携推進、自社拠点数の拡大)、営業担当者のコンサルティング能力強化(継続的なスキルアップ研修など)、等により収益拡大と事業の多角化を図る。

2) 経営基盤の強化

安定かつ機動的な資金の確保(信用力向上によるコミットメントラインの増額)、内部統制・コンプライアンス体制の継続的な強化(金融商品取引法などの法令遵守、内部牽制機能の強化・管理体制の充実)

3) ステークホルダーとの良好な関係の維持

目標配当性向の明示、株主優待制度

5. アナリストの評価

> 強み・弱みの評価

◆ 参入障壁が高く、豊富な実績、高いノウハウが強み

SWOT 分析による同社の強み・弱みは、以下のように要約される。

【図表 10】 SWOT 分析

項目	特質・事情
強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・独自のノウハウと実績 ・信用力とブランド力 ・高い参入障壁 ・全国展開を可能にするネットワーク網と、各キャリア採用でノウハウを持つスペシャリスト集団
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・特定業種への依存 (オペレーティング・リース事業の対象物件は航空機、船舶及び海上輸送用コンテナが中心のため、属する業界の設備投資動向にオペレーティング・リースの組成動向が影響を受ける可能性がある) ・タックス・リース・アレンジメント事業に特化しているため事業の分散化が不十分
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・賃借人にとって低コストでリースできる日本型オペレーティング・リース需要の高まり ・航空機などの大型案件の取り組み及び豊富な新案件のラインナップ ・海外における組成能力向上のための合弁会社の設立
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・オペレーティング・リース事業固有のリスク (賃借人倒産等のリスク)、残存価格リスク：将来のリース物件売却価額の変動リスク、匿名組合契約に基づく権利の減価及び販売不振に伴う在庫等のリスク ・税制・金融商品取引法、銀行法、保険業法、その他関連する法令等などの法規制の変化

(出所)当センター作成

> 経営戦略の評価

◆ ニッチマーケットで市場を創造するビジネスモデル

投資家 (中小企業) に対して、法人税繰り延べニーズを反映した商品を開発し提供するというニッチマーケットを創造し、金融商品を販売するフロー型のフィービジネスはユニークなビジネスモデルである。また、現在、投資家の4割はリピーターであるが、既存商品の満期(3-9年程度)を順次迎える来期以降は、さらに買い換えニーズが顕在化し、より安定したステージに移行すると判断している。

◆ ワンストップサービスの拡充

中小企業及び個人富裕層にワンストップサービスで、扱い商品・サービスをクロスセルする戦略は合理的であるが、利益に対する貢献度は当面、限定的であると思われる。今後、進出予定の不動産事業などの

具体的な展開に期待したい。業務の多角化は品揃えの強化による、既存投資家の深耕及び新規顧客層の開拓にもつながるものと思われる。

◆ 法人税等の税制改正には留意

同社は、収益のほとんどをタックス・リース・アレンジメント事業に依存している。これまでも当該業務に影響を与える法人税関連の税制改革が行われてきた。今後も、主力商品である出資金の販売に税務上の変動を及ぼす税制改革が行われれば、同社の業績に大きな影響を与えることが想定される。

> 利益還元策

◆ 配当性向 30%以上が基本方針

同社は株主への利益還元を重要な経営課題として認識し、財務体質の強化、今後の事業展開を考慮した上で、配当性向の目標を概ね 30%以上とすることとしている。

また、同社株式への投資の魅力を向上させ、株主の中長期的に保有を促すために 2012 年 3 月末以降、保有株式に応じクオカードを配布する株主優待を実施し、株主数が急増している。

12 年 9 月期は、1 株当たり当初計画 27 円から増配し 37 円（配当性向 34.6%）を予定（37 円は、11 年 11 月 1 日付けで実施した 1 株につき 3 株の株式分割後の配当額で、うち 5 円は記念配当）。13 年 9 月期は 1 株当たり 32 円配当と、記念配当を除けば横ばいを計画している。配当性向は 31.7%であり、今後の業績のアップサイドにより増配となる可能性はある。

> バリュエーション比較

◆ 株価バリュエーションは割安な水準

同社と同業の上場会社は存在しないため、類似企業との比較はできない。同社の株価バリュエーションは 13 年 9 月期会社計画ベースで PER 約 10 倍、当センター予想では今期予想で PER9.4 倍の水準。また、同社の今期予想配当利回りは約 3.2%。東証一部平均の今期予想 PER11.3 倍、単純平均の配当利回り約 2.3%に比べ、今後 2~3 年の成長性を加味すると、同社の株価は割安な水準にあると思われる。

【図表 11】 同社のバリュエーション

	7148東証一部 同社
株価(2012/11/9)	1,004
PER(今期予想)	9.4
PBR(直近実績)	1.3
配当利回り(予想)	3.69
時価総額(百万円)	8,536

(出所)当センター作成

➤ 今後の株価見通し

内需・小型成長株、業績のアップサイド期待があり、株価には上値余地が
あろう。

◆ 中期的な適正株価は 1,453 円～1,745 円を想定

同社は、ニッチマーケットでユニークなポジショニングにあり、信用力の向上を背景に、ビジネスの急成長過程にある。人員を増強し得意分野に経営資源を集中投下し、適正なフィーが見込めるビジネスを拡大する戦略である。案件組成の拡大と販売力の強化・ビジネスの多角化に注力しており、今後とも増収・増益率が成長する局面を迎えると考えられる。

今後の成長率、東証一部の現在の予想 PER を参考に、当センターでは同社の適正バリュエーションを予想 PER レンジで 10 倍～12 倍と仮定した。これに当センターの 15 年 9 月期予想 EPS である 145.3 円を当てはめると、適正株価水準は 1,453 円～1,745 円のレンジと想定される。

また、2012 年 8 月に、同社株式の流動性向上及び株式の分布状況の改善を図ることを目的に公募増資を実施（公募価格 985 円にて 1,000,000 株を増資）し 985 百万円相当の資金を調達した。13%程度の希薄化が生じたがこれをこなし、現下は戻り高値圏にある。

東証一部への昇格を機に、国内外の機関投資家投資家の関心が高まり、業績の加速が確認できれば、バリュエーションが切り上がる局面もありえよう。他方、税制を含めた諸政策の変更は、同社業績に影響を及ぼし、経営戦略および業績見通しの変更もありえることから留意する必要がある。

本レポートの特徴

■ 魅力ある上場企業を発掘

新興市場を中心に、アナリスト・カバーがなく、独自の製品・技術を保有している特徴的な企業を発掘します

■ 企業の隠れた強み・成長性を評価

本レポートは、財務分析に加え、知的資本の分析手法を用いて、企業の強みを評価し、企業の潜在的な成長性を伝えます。さらに、今後の成長を測る上で重要な KPI (業績指標) を掲載することで、広く投資判断の材料を提供します

■ 第三者が中立的・客観的に分析

中立的な立場にあるアナリストが、企業調査及びレポートの作成を行い、さらに早稲田大学知的資本研究会がレポートを監修することで、質の高い客観的な企業情報を提供します

本レポートの構成

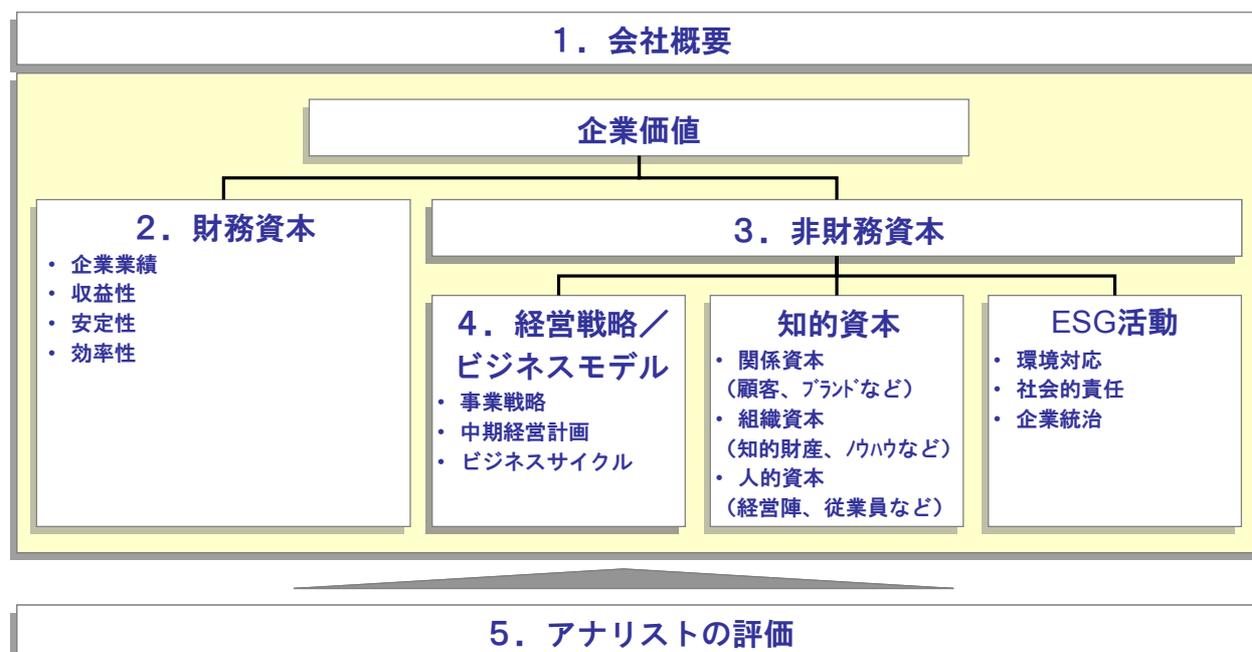
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

企業の価値は、「財務資本」と「非財務資本」から成ります。

「財務資本」とは、これまでに企業活動を通じて生み出したパフォーマンス、つまり財務諸表で表される過去の財務成果であり、目に見える企業の価値を指します。

それに対して、「非財務資本」とは、企業活動の幹となる「経営戦略／ビジネスモデル」、経営基盤や IT システムなどの業務プロセスや知的財産を含む「組織資本」、組織の文化や意欲ある人材や経営陣などの「人的資本」、顧客との関係性やブランドなどの「関係資本」、社会との共生としての環境対応や社会的責任などの「ESG 活動」を指し、いわば目に見えない企業の価値のことを言います。

本レポートは、目に見える価値である「財務資本」と目に見えない価値である「非財務資本」の両面に着目し、企業の真の成長性を包括的に分析・評価したものです。



指標・分析用語の説明

■ PER (Price Earnings Ratio)

株価を1株当たり当期純利益で除したもので、株価が1株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示すものです

■ PBR (Price Book Value)

株価を1株当たり純資産で除したもので、株価が1株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すものです

■ 配当利回り

1株当たりの年間配当金を、株価で除したもので、投資金額に対して、どれだけ配当を受け取ることができるかを示すものです

■ ESG

Environment : 環境、Society : 社会、Governance : 企業統治、に関する情報を指します。近年、環境問題への関心や企業の社会的責任の重要性の高まりを受けて、海外の年金基金を中心に、企業への投資判断材料として使われています

■ SWOT 分析

企業の強み (Strength)、弱み (Weakness)、機会 (Opportunity)、脅威 (Threat) の全体的な評価を SWOT 分析と言います

■ KPI (Key Performance Indicator)

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標 (ものさし) のことです

■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します

■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

免責事項

- 本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが早稲田大学知的資本研究会の監修を受け、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
- 本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
- 本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。特に記載のないかぎり、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。したがって、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを保証するものではありません。
- 本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- 一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならない、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
- 本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。